

**版权分销贡献收入半壁江山，将继续支撑未来两年业绩增长**
**评级：**
**增持-A**
**乐视网 2011 年半年报点评**

上次评级： 增持-A

**目标价格：**
**31.80 元**

期限： 6 个月 上次预测： 31.80 元

现价 (2011 年 07 月 27 日) : 23.00 元

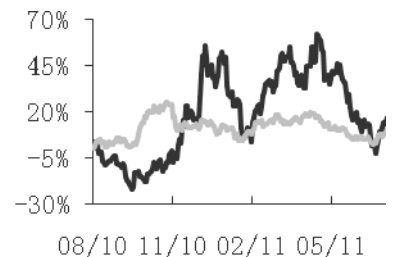
**报告日期：**
**2011-07-28**
**报告关键点：**

- 📖 每股收益 0.27 元，净利润同比增长 87.2%，符合预期
- 📖 电视剧预购至 2013 年，预付账款 2.3 亿元，同比增长 329.7%，奠定两年内持续高速增长基础
- 📖 广电总局叫停互联网电视机顶盒，或推迟公司高清播放机商业时间表，电视端仍是公司战略重点

**报告摘要：**

- 每股收益 0.27 元，净利润同比增长 87.2%，符合预期。上半年，公司实现收入 2.23 亿元，同比增长 118.8%，净利润 5840 万元，同比增长 87.2%。其中二季度收入 1.18 亿元，同比增长 108%，净利润 2934 万元，同比增长 90.8%。业绩增长符合预期。
- 版权分销收入达 1.18 亿元，同比增长 369%，贡献收入半壁江山。网络视频分销的高增长，是公司收入同比翻番的主要原因，目前收入规模已达总收入 53%。上半年影视剧新媒体版权几个持续上涨。高清付费收入稳定增长 48%，通过电信运营商推广带来付费用户数达 60 万；广告业务同比增长 46%，为视频广告行业平均水平，略低于预期。
- 电视剧预购至 2013 年，预付账款同比增长 329.7% 至 2.33 亿元，奠定两年内持续高速增长基础。公司目前的版权库储备规模电视剧超过 50000 集、电影超过 4000 部，2011 年热播电视剧的独家网络版权占有超过 70%、含非独家的网络版权覆盖率超过 95%，并且已经预先锁定了 2012 年以及 2013 年热播影视剧独家网络版的 30%。从预付账款的高速增长，可以看到公司的版权采购已经为未来 1-2 年持续高速增长奠定了基础。
- 广电总局叫停互联网电视机顶盒，或推迟公司高清播放机商业时间表，电视端仍是公司战略重点。近期广电总局叫停了互联网电视机顶盒，公司的乐 TV 高清播放机暂时仍只能处于试商用阶段。但电视端仍是公司未来发展的战略重点，目前所有分销的新媒体版权中，均不包括互联网电视版权，为互联网电视时代到来储备了杀手锏。
- 投资建议：维持公司 11-13 年净利润的盈利预测分别为 1.2 亿、1.53 亿和 1.76 亿，对应的 EPS 分别为 0.55 元、0.70 元和 0.82 元，复合增速 37%，2011 年对应 PE 为 42 倍，估值合理，维持“增持-A”评级。视频行业处于高速景气上升期，公司的“版权优势—聚集用户—提升平台价值”竞争路径明确，将分享行业的高速增长，建议持续关注公司在电视、手机视频领域的拓展节奏。
- 风险提示：版权采购竞争加剧，带来成本持续上涨；版权摊销成本累计增加

总市值(百万元)	5,060.00
流通市值(百万元)	1,265.00
总股本(百万股)	220.00
流通股本(百万股)	55.00
12 个月最低/最高	18.70/72.60 元
十大流通股股东 (%)	16.77%
股东户数	9,874

**12 个月股价表现**


— 乐视网 — 沪深 300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.86	(8.78)	13.33
绝对收益	8.49	(13.89)	18.09

**侯利**

 021-68763972  
执业证书编号

**高级行业分析师**

 houli@essence.com.cn  
S1450511020031

**报告联系人**
**王禹媚**

010-66581635

wangym@essence.com.cn

**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	73.6	145.7	262.3	726.0	1,127.6
Growth(%)	99.4%	98.0%	80.0%	176.8%	55.3%
净利润	30.3	44.5	90.1	174.5	219.7
Growth(%)	105.9%	47.0%	102.6%	93.6%	25.9%
毛利率(%)	79.8%	66.0%	67.7%	60.7%	54.3%
净利润率(%)	41.1%	30.5%	34.4%	24.0%	19.5%
每股收益(元)	0.30	0.44	0.90	1.74	2.20
每股净资产(元)	1.43	1.87	3.02	4.77	6.96
市盈率	171.1	116.4	57.5	29.7	23.6
市净率	36.3	27.7	17.1	10.9	7.4
净资产收益率(%)	21.2%	23.8%	29.8%	36.6%	31.6%
ROIC(%)	50.8%	43.4%	46.4%	70.7%	47.6%
EV/EBITDA	-	-	47.3	25.4	20.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

**前期研究成果**
**乐视网：版权分销支撑业绩持续高速增长**  
2011-04-21

**乐视网：独家版权夺阵地，平台价值初显现**

2011-03-16

**乐视网：联手内容新贵，抢占版权战争制高点**

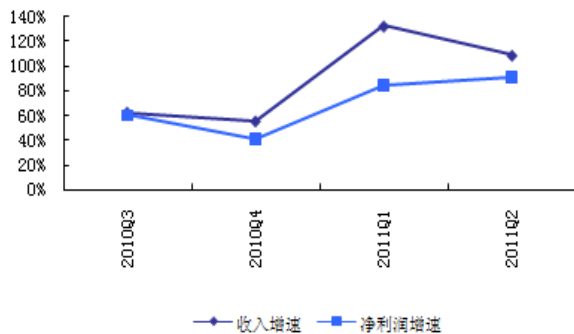
2011-02-11

表 1: 盈利能力变化分析

	2011Q2	2010Q2	变化幅度
	(“-”号表示是对利润率的减项)		(“-”号表示对利润率是负面贡献)
<b>毛利</b>	<b>59.4%</b>	<b>66.2%</b>	<b>-6.82%</b>
营业税金及附加	-2.7%	-5.4%	2.7%
销售费用	-17.3%	-23.6%	6.3%
管理费用	-4.4%	-5.3%	0.9%
财务费用	-1.8%	-2.4%	0.6%
资产减值损失	-2.3%	0.0%	-2.3%
投资收益	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	30.8%	29.5%	1.4%
加: 营业外收入	0.0%	0.0%	0.0%
减: 营业外支出	0.0%	-0.1%	0.1%
利润总额	30.8%	29.4%	1.5%
减: 所得税费用	-6.1%	-2.3%	-3.7%
净利润	24.8%	27.1%	-2.3%
少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>24.8%</b>	<b>27.1%</b>	<b>-2.3%</b>

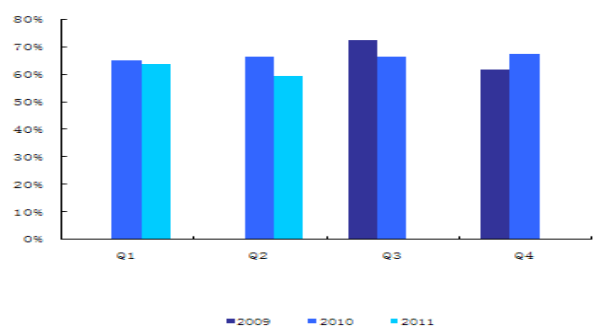
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 1: 单季度收入和净利润率增速变化



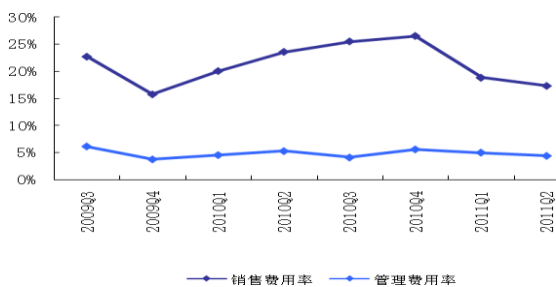
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 2 单季度毛利率变化



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 3: 单季度收入和净利润率增速变化



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-1		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	-	145.7	262.3	726.0	1,127.6	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	14.9	49.6	84.7	285.3	515.2	营业收入增长率	99.4%	98.0%	80.0%	176.8%	55.3%
营业税费	3.0	6.5	11.8	32.7	50.5	营业利润增长率	112.4%	49.7%	109.0%	96.6%	24.7%
销售费用	18.3	28.9	52.5	159.7	248.1	净利润增长率	105.9%	47.0%	102.6%	93.6%	25.9%
管理费用	5.6	8.8	15.7	48.6	69.9	EBITDA 增长率	81.9%	82.4%	46.2%	87.5%	23.2%
财务费用	-0.8	0.5	-0.6	-1.1	-1.9	EBIT 增长率	105.0%	55.3%	105.6%	96.6%	24.5%
资产减值损失	1.0	4.1	-1.0	5.9	2.7	NOPLAT 增长率	98.6%	52.9%	99.3%	93.7%	25.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	78.8%	86.7%	27.0%	86.5%	32.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	139.3%	31.1%	61.5%	57.8%	46.1%
<b>营业利润</b>	<b>31.7</b>	<b>47.4</b>	<b>99.1</b>	<b>194.9</b>	<b>243.1</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-0.0	0.3	1.0	-1.0	1.0	毛利率	79.8%	66.0%	67.7%	60.7%	54.3%
<b>利润总额</b>	<b>31.7</b>	<b>47.7</b>	<b>100.1</b>	<b>193.9</b>	<b>244.1</b>	营业利润率	43.0%	32.5%	37.8%	26.8%	21.6%
减: 所得税	1.4	3.2	10.0	19.4	24.4	净利润率	41.1%	30.5%	34.4%	24.0%	19.5%
<b>净利润</b>	<b>30.3</b>	<b>44.5</b>	<b>90.1</b>	<b>174.5</b>	<b>219.7</b>	EBITDA/营业收入	55.2%	50.9%	41.3%	28.0%	22.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>41.9%</b>	<b>32.9%</b>	<b>37.6%</b>	<b>26.7%</b>	<b>21.4%</b>
货币资金	39.1	33.6	107.3	106.3	210.0	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	36	114	105	35	22
应收帐款	34.6	22.5	75.0	220.5	279.9	流动营业资本周转天数	112	80	52	91	125
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	237	188	193	166	186
预付帐款	11.4	9.4	30.2	118.8	207.5	应收帐款周转天数	83	58	57	60	66
存货	0.4	1.2	2.6	7.9	14.1	存货周转天数	2	2	3	3	4
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	520	475	434	253	239
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	395	367	301	175	170
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	21.2%	23.8%	29.8%	36.6%	31.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	20.4%	18.8%	22.8%	27.9%	25.2%
固定资产	12.1	80.5	72.4	69.7	67.3	ROIC	50.8%	43.4%	46.4%	70.7%	47.6%
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2	<b>费用率</b>					
无形资产	50.5	88.5	79.8	72.3	64.9	销售费用率	24.9%	19.8%	20.0%	22.0%	22.0%
其他非流动资产	0.1	0.8	7.6	8.0	8.2	管理费用率	7.7%	6.0%	6.0%	6.7%	6.2%
<b>资产总额</b>	<b>148.2</b>	<b>236.5</b>	<b>395.5</b>	<b>624.5</b>	<b>873.0</b>	财务费用率	-1.1%	0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	40.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	31.4%	26.2%	25.8%	28.5%	28.0%
应付帐款	0.7	4.8	10.9	25.5	54.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	3.7%	20.9%	26.0%	20.3%	17.8%
其他流动负债	4.8	4.7	65.3	65.7	66.5	负债权益比	3.8%	26.5%	35.1%	25.4%	21.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	15.57	1.35	2.03	3.74	4.73
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	15.49	1.32	2.00	3.68	4.63
<b>负债总额</b>	<b>5.5</b>	<b>49.5</b>	<b>106.2</b>	<b>121.2</b>	<b>150.5</b>	利息保障倍数	-37.24	94.02	-177.03	-175.81	-128.86
<b>少数股东权益</b>	<b>0.1</b>	-	<b>-0.0</b>	<b>-0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>分红指标</b>					
股本	59.5	75.0	100.0	100.0	100.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	83.0	112.0	202.1	376.6	596.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>142.7</b>	<b>187.0</b>	<b>302.1</b>	<b>476.6</b>	<b>696.2</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	30.3	44.5	90.1	174.5	219.7	EPS(元)	0.30	0.44	0.90	1.74	2.20
加: 折旧和摊销	9.8	26.2	9.8	9.4	9.0	BVPS(元)	1.43	1.87	3.02	4.77	6.96
资产减值准备	1.0	4.1	-1.0	5.9	2.7	PE(X)	171.1	116.4	57.5	29.7	23.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	36.3	27.7	17.1	10.9	7.4
财务费用	-	0.8	-0.6	-1.1	-1.9	P/FCF	-336.3	-964.2	127.8	-66.7	71.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	70.3	35.5	19.7	7.1	4.6
少数股东损益	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	-	-	47.3	25.4	20.3
营运资金的变动	-24.5	7.8	-11.4	-229.9	-127.3	CAGR(%)	79.3%	70.3%	28.6%	4.8%	-12.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>16.5</b>	<b>83.4</b>	<b>87.0</b>	<b>-41.3</b>	<b>102.2</b>	PEG	2.2	1.7	2.0	6.2	-1.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-31.9</b>	<b>-128.2</b>	<b>-22.1</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.1</b>	ROIC/WACC	5.1	4.4	4.7	7.1	4.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>52.8</b>	<b>39.3</b>	<b>15.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.9</b>	REP	-	-	4.5	1.6	1.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

## 分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034